



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

サプライズは待ち受けているものの、インフレが高止まりすることがなければ 米国のリセッション入りはない

米国のリセッションについては、引き続きベース・ケースではなくリスク・シナリオの範疇

2022年5月27日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



物価高と金融引き締め政策によって、信頼感指数が悪化を続けるという中で、一般消費財セクターの業績悪化によって、先週も経済成長への懸念が投資家心理の重石となる状況が続きました。確かに、生活費の高騰が消費支出を抑制していますが、米国では良好な家計と企業のバランスシートの中で堅固な所得と雇用の伸びによって、その他の地域と比べて影響はかなり抑えられるはずであるとみています。米国で先週見られた新築住宅販売件数の急激な落ち込みは、年初から住宅ローン金利が3.25%から5.5%に急上昇したことに伴う、住宅ローン申請数の大幅減とリンクしているでしょう。しかし、住宅市場に対して過度に弱気になるべきではないと考えており、売上データは住宅在庫の不足も表していますし、低金利で固定するための住宅ローンの借り換えが急に止まったことによって、申請件数の低下は実態よりも大きく見えています。住宅価格と全米住宅建設業者協会 (NAHB) の指数は、最近の過去最高水準からは低下したものの、引き続き強い内容となっています。こうしたことから、経済における金利への影響を受けやすいセクターからの情報は、高水準であった成長からの低下という状況と矛盾ないものであり、突然のリセッション入りというわけではなさそうです。

米国のリセッションについては、引き続きベース・ケースではなくリスク・シナリオの範疇にあり、今後一年半でリセッション入りする可能性は30%程度とみています。金融環境はここ数ヶ月で急速に引き締めりましたが、引き続き長期平均に近い水準であり、引き締め過ぎているという状況からはまだ程遠いと考えています。そのため、経済活動の緩やかな鈍化がまさに予想されることであり、米連邦準備制度理事会 (FRB) もこの状況を歓迎しているとみています。企業収益に圧力となり、二次的なインフレ率上昇を生み出すリスクのある労働市場での過熱感も、いくらか緩和されること

を政策当局者は期待していると考えています。今週は、コアPCEの発表もありましたが、FRBが重視するインフレ指標で差し当たっては5%以下の数字となれば歓迎される状況にあります。但し、コアPCEが3%以下となって利上げを終了するまでには、一年以上が必要かもしれません。実際、リセッション・リスクが高まるのは、インフレがより粘着性の高いものとなり、FRBが政策金利を4%を超える水準まで引き上げなければならない場合と考えています。この際には、コアPCEが3%を上回り続ける限り、FRBは経済成長よりもインフレ率を重視した利上げを実施しなければならないことから、リセッションに陥ると考えることは妥当でしょう。価格のオーバーシュートが長引けば長引くほど、期待インフレ率は高止まりし、価格の安定性がもたらすことはさらに難しくなることから、FRBはできるだけ早い価格の安定を所望していると考えています。

一部識者は、小さな島に大型ジェット機を着陸させるように、経済成長を殺すことなくインフレを落ち着かせようとするFRBの試みは無謀で、政策引き締めがそうしたハッピーエンドで終わることはない、という考えを持っています。しかしながら、この一般的な考えは本当に正しいのでしょうか。確かに、2004年から2006年にかけての金融引き締めサイクルの後にグレート・リセッションがありました。しかし、2016年から2018年及び2000年から2001年の時には、経済鈍化は見られたものの、リセッションは起きませんでした。さらに、直近で最も積極的な金融引き締めが実施された1994年を振り返ると、一年間で250bpsの利上げが実施され（2022年も類似した利上げペースになることが想定されますが）、翌年に経済減速は見られたものの、リセッションとはなりません。こうしたことから、リセッション懸念は行き過ぎかみれず、完全なリセッションと経済活動の鈍化を区別することは重要かもしれません。経済活動の鈍化にあっては、失業率は上昇して企業収益は悪化するかもしれません。しかし、デフォルト率が大きく高まる水準となるのは、完全なリセッションにおいてです。さらに、FRBが定評あるジェット機の着陸に挑戦しようとしているのであれば、操縦している人に対してもある程度信頼したいと思います。

対照的に、ECBへの信頼はそれよりも小さく、経済成長が鈍化してユーロ圏内での差異が高まる中で、ハト派とタカ派の分断は深まり、政策委員会でのコンセンサスを取ることが難しくなるとみえています。経済がかなり過熱気味となっている時期に価格の上昇を抑えるために利上げという対応をしているFRBとは異なり、EUで経済がすでに軟化し始めている中でECBは利上げを実施しなければなりません。米国の雇用状況は2019年を上回る水準ですが、欧州は異なります。米国ではインフレ率がピークアウトしたとみられる一方で、欧州ではエネルギー価格の上昇が消費者物価に転嫁される中、ユーロ圏のインフレ率がピークアウトするにはまだ数ヶ月かかると見られます。ラガルド総裁のコメント同様、ECBは7-9月期に政策金利を0%まで引き上げるようですが、その後はそれ程明確ではありません。分断リスクについては懸念を持っていますが、インフレの利点としては、GDPに対する債務比率が高い国にとっては、債務水準を引き下げられるという意味で比較的有り難いものということでしょう。しかしながら、財政緩和は経済の下方リスクを抑えることにつながるかもしれませんが、こうしたことから、マクロ見通しは引き続き不透明です。

見通しが大きく変わるイベントとしてはウクライナでの戦争の終結が挙げられます。しかし、ウクライナ東部の別々の地で、ロシアとウクライナがそれぞれに優勢となっているなど膠着状態が続く中で、その可能性は低そうです。両国の紛争による sunk cost を考えると、悲しいことに、交渉が成立するまでこの戦争はまだ数ヶ月もしくは数年続く可能性があります。一方で、プーチン大統領の任期は短くなる可能性があり、先週病院に運ばれて週末には厳しい状況にあったという報道もあります。プーチン大統領が突如いなくなった場合でも、すぐに停戦となったり経済制裁が解かれることが保証されているわけではありません。しかし、金融市場はそうした方向をすぐに織り込むとみられ、投資家が慎重な見通しを持ちダウンサイド・リスクに目を向ける中において、今の最大のショックはポジティブ・サプライズであるかもしれません。

一方、中国では経済に関して明るいニュースはほとんどなさそうです。習近平主席がゼロコロナ政策を廃止しない限り、包括的な緩和政策が経済成長の押し上げにつながる見込みは低いものの、ゼロコロナ策が今年後半に開かれる党大会前に撤廃される可能性は極めて低そうです。多くの観点から、2020年よりも2022年の方が中国のマクロ環境は悪い状況で、政府の政策は経済活動の鈍化と経済成長トレンドの引き下げにつながると考えられます。また、英国も暗い状況です。スナック財務大臣が発表したエネルギー料金の高騰に対応するための財政支援では、今感じている痛みが緩和されることはほとんどなさそうです。一方、鉄道労働組合はこの夏におけるストライキを発表した最初の労働組合となり、二桁のインフレへの対応として二桁の賃金上昇率を要求しています。そのような中、インフランド銀行及び政府は賃金の抑制を主張しており、従業員は大人しく生活水準の低下を受け入れるように求められているかのようです。コロナ禍での「パーティーゲート疑

惑」が報道され、支配階級が一般社会の人々への敬意を全く持っていないことが明るみになる中、この主張を通すことは難しく、厳しい夏となることが予想されます。英国の賃金インフレ率は加速し、期待インフレ率は上昇すると予想しています。FRBの飛行を、小さな島に大型ジェット機を着陸させるものとなぞらえましたが、頼りないイングランド銀行はすでに匙を投げ、コックピットから出て飛行機の後部座席にいるかのようです。

こうした進展を踏まえ、数週間前に、金利の上昇は行き過ぎでショートがコンセンサス・トレードとなりすぎていると考えて構築した金利のロング・ポジションの利益を実現しました。多くが米国のリセッションや米金利の低下について語るなか、方向を転換する時期は近づいており、10年債金利が2.5%に向かって低下していくこととなれば、再びショートのパポジションを取る方針です。また、米ドルのショートに対する日本円のロングを愛好しており、イールドカーブコントロール（YCC）が今後数週間でさらに疑問視されることになると予想しています。しかし、長期的な米経済の優位性が終了したかは明確ではないことから、米ドルロングのコンセンサス・トレードが反転した際には、米ドルをロング・バイアスとする選択をするかもしれません。欧州においてはあまりリスクを取っていませんが、全ての資産に対して弱気に見ており、英ポンドについても弱気です。一方、株式市場の見通しは厳しくなっていますが、クレジット債においては厳選したエクスポージャーを取ることを引き続き目指しています。リセッションではなく経済減速が見られたらあい、クレジット債は資産クラスとしてアウトパフォームし、マクロ面では多くのボラティリティ要因があるものの、中期的なフェアバリューに対してバリュエーションが割安となっている銘柄を判別することが出来ると考えています。

マクロ見通しについてはまだまだ書きたいことや議論したいことがありますが、今週のマクロ・コメントはすでに長くなってしまいました。今週はエリザベス女王在位70周年を祝うジュビリー・ホリデーがあるため、コメントはお休みとなります。次回のコメントまでに沢山のことが起きていることでしょう。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



Global Asset Management
BlueBay Asset Management